



## Fastkurspolitik, ØMU og valutaspekulation

Jensen, Svend Erik Hougaard

*Publication date:*  
2000

*Document version*  
Også kaldet Forlagets PDF

*Citation for published version (APA):*  
Jensen, S. E. H. (2000). *Fastkurspolitik, ØMU og valutaspekulation*. Museum Tusculanum.

---

Economic Policy Research Unit  
Department of Economics  
University of Copenhagen  
Studiestræde 6  
DK-1455 Copenhagen K  
DENMARK  
Tel: (+45) 3532 4411  
Fax: (+45) 3532 4444  
Web: <http://www.econ.ku.dk/epru/>

## Fastkurspolitik, ØMU og valutaspekulation

Svend E. Hougaard Jensen

The activities of EPRU are financed by a grant from  
The National Research Foundation

ISSN 0908-7753

# Fastkurspolitik, ØMU og valutaspekulation

af

Svend E. Hougaard Jensen\*

## *Resumé:*

ECB vil næppe have interesse i at lade ERM-II aftalen med Danmark fortsætte i tilfælde af et dansk nej til euroen. Støtte fra ECB til at forsvare kronen i krisesituationer kan derfor ikke tages for givet, og risikoen for spekulation mod kronen kan blive betydelig, også selv om de fundamentale forhold i dansk økonomi er i orden. Fuld beskyttelse mod valutaspekulation opnås kun, hvis Danmark tilslutter sig euroen. Hvis fastkurspolitikken også efter et nej til euroen fortsat er et højt prioriteret mål for pengepolitikken i Danmark, og hvis man ønsker at dæmpe risikoen for angreb på kronen, kan et muligt alternativ til ERM-II være at indføre et såkaldt "currency board".

August 2000

---

\* Cand.oecon., MA(Econ), PhD (Econ); forskningschef i Erhvervsministeriet og forsker ved Center for Forskning i Økonomisk Politik (EPRU) ved Økonomisk Institut, Københavns Universitet; adresse: Dahlerups Pakhus, Langelinie Allé 17, 2100 København Ø; Tel: 35466537, e-mail: [shj@efs.dk](mailto:shj@efs.dk).

Jeg har haft stort udbytte af kommentarer fra Michael M. Hutchison, Peter Birch Sørensen og Niels Thygesen til en tidligere version af denne artikel. I artiklen fremkommer vurderinger og synspunkter, som ikke nødvendigvis deles af Erhvervsministeriet.

## ***1. Indledning***

Blandt politikere, organisationsfolk og en lang række eksperter i Danmark har der de sidste 10-20 år været en udbredt enighed om, at den finansielle kapital frit skal kunne bevæge sig på tværs af landegrænserne, og at pengepolitikken skal tilrettelægges med henblik på at sikre en fast kronekurs inden for rammerne af EMS'en. Efter dannelsen af ØMU'en i 1999 er det nu - med næsten samme grad af enighed - vurderingen, at Danmark vil stå sig bedst ved også at tilslutte sig ØMU'en og dermed indføre euroen. Et af (hoved)argumenterne for at sige ja til dansk deltagelse i ØMU'en er, at man derved vil eliminere muligheden for at spekulere mod den danske krone.

Det er også per definition korrekt, at dansk tilslutning til euroen vil betyde, at kronen derved vil blive beskyttet mod valutaspekulation. Derimod er det mindre klart, om det er muligt at fortsætte fastkurspolitikken uden betydelig risiko for valutauro, hvis danskerne stemmer nej til euroen. I alle politisk relevante alternativer til dansk deltagelse i ØMU'en vil der være en vis risiko for spekulation mod kronen. Flere kommentatorer, især ØMU-modstandere, hævder imidlertid, at kronen ikke vil blive angrebet, hvis "bare" de fundamentale forhold omkring dansk økonomi er i orden. Skulle det alligevel trække op til valutakrise, vil fortsat stabilitet omkring kronen i høj grad afhænge af, om Danmark kan regne med hjælp fra Den Europæiske Centralbank (ECB), eller om vi kommer til at stå helt alene om at forsvare vores valuta.

Formålet med denne artikel er at analysere kronens internationale stilling, hvis Danmark som et lille land vælger at stå uden for euroen.<sup>1</sup> Først vurderes, om det bliver muligt for Danmark at videreføre fastkurspolitikken inden for rammerne af EU's valutaarrangement for medlemslande, som ikke deltager i ØMU'en - den såkaldte ERM-II. Dernæst vurderes udsigterne for, om pres på kronen vil opstå i noget videre omfang, og om det i givet fald har negativ realøkonomisk betydning. Til sidst overvejes en model for fastkurspolitik, som formentlig vil have en god chance for at sikre fortsat stabilitet omkring kronen. Hovedkonklusionen i artiklen er, at det vil være bedst for Danmark at indføre euroen.

---

<sup>1</sup> Se også Det Økonomiske Råd (2000), Hoffmeyer m.fl. (2000) og Økonoministeriet og Finansministeriet (2000).

## 2. ERM-II: vil ECB fortsat støtte kronen?

Et af de store spørgsmål i den danske euro-debat er, om ECB efter et evt. dansk "nej" vil hjælpe Danmark med at støtte kronen i tilfælde af valutauro. Spørgsmålet er naturligvis kun relevant, hvis Danmark fortsat ønsker at føre fastkurspolitik. I betragtning af, at fastkurspolitikken har støtte på tværs af et meget bredt politisk spektrum i Danmark, synes det at være *det* relevante scenario. Lad os derfor se lidt nærmere på perspektivet for ERM-II i lyset af et evt. dansk nej til euroen.

Et fastkurssystem forudsætter som regel en udstrakt grad af internationalt samarbejde om pengepolitikken. Alligevel er det ikke nødvendigt, at *alle* deltagerlande giver afkald på den pengepolitiske selvstændighed. I et fastkurssystem er der nemlig altid ét deltagerland mere, end der er valutakurser. Mellem to lande er der som bekendt kun én valutakurs! I princippet kan en fast valutakurs derfor opretholdes, hvis blot det ene land "fører fastkurspolitik", mens det andet land fører en pengepolitik, der alene er afstemt efter indenlandske mål. Man taler i så fald om et *ensidigt* (eller asymmetrisk) fastkurssystem. Omvendt gælder der i et *gensidigt* (eller symmetrisk) system en fælles forpligtelse til at understøtte de aftalte pariteter.

Sondringen mellem forskellige typer af fastkurssystemer har andet og mere end blot akademisk interesse. Den har i høj grad også noget med magtforhold og "medlemsdemokrati" at gøre. Hvis et enkelt land er i stand til at bestemme den pengepolitiske norm for hele deltagerkredsen, vil der typisk være tale om et stort og indflydelsesrigt land. EMS'en er et eksempel på et fastkurssystem, der startede som et gensidigt arrangement, men som gradvis udviklede sig til at blive en "D-mark zone", hvor pengepolitikken blev bestemt af Tyskland. Som medlem af dette selskab var Danmark som regel henvist til inden for mindre end en time at lade Nationalbanken følge de renteændringer, som den tyske forbundsbank havde vedtaget.

Med lanceringen af ØMU'en er der imidlertid taget et stort skridt i retning af et system, hvor indflydelsen er mere decentraliseret. For nogle forekommer dette lidt paradoksalt i betragtning af, at begreber som "fælles centralbank" og "fælles mønt" signalerer en højere grad af centralisering af pengepolitikken. Men i ECB's styrelsesråd, der bestemmer pengepolitikken i Euroland, er der en repræsentant for

*alle* eurolande. Dermed får også lande, for hvilke pengepolitikken tidligere blot bestod i at efterabe den tyske pengepolitik, nu *reel* indflydelse på Europas monetære vilkår.

Som et lille land kan Danmark naturligvis ikke opnå rollen som "ankerland". Det kunne Danmark ikke i EMS'en, og det kan Danmark langt mindre i den nuværende ERM-II, hvor Danmark (sammen med Grækenland indtil 1. januar 2001) fører fastkurspolitik i forhold til Euroland. I bedste fald kan man håbe på et "partnerskab", hvor Nationalbanken og ECB står sammen om at sikre en fast kronekurs i forhold til euroen. Kernen i ERM-II er faktisk en sådan "samarbejdsaftale" mellem Nationalbanken og ECB (indgået i september 1998) om at sikre en stabil valutakurs mellem danske kroner og euro. Der er således fastsat et udsvingsbånd på +/- 2.25 pct., inden for hvilket kronen kan svinge uden intervention. Nærmer kronen sig en af grænserne i udsvingsbåndet, har såvel Nationalbanken som ECB forpligtet sig til at intervenere ubegrænset, indtil kronen igen befinder sig inden for det fastsatte udsvingsbånd.

For så vidt er det en fin aftale for Danmark, hvis vi ikke vil med i euroen, men alligevel vil føre fastkurspolitik. Det er imidlertid langt fra sikkert, at Danmark kan regne med den opbakning fra ECB i tilfælde af valutauro, som denne aftale i princippet stiller i udsigt. For det første er der allerede i den nuværende aftale indbygget et "smuthul" for ECB, som i visse situationer har mulighed for at suspendere interventionen. Vurderes det således, at interventionen kan true ECBs primære målsætning om prisstabilitet, kan interventionsforpligtelsen blive suspenderet. På samme vis kan ECB undlade at intervenere, såfremt den vurderer, at fundamentale økonomiske forhold tilsiger en justering af kronekursen. For det andet er det helt grundlæggende svært at se, hvilke incitamenter ECB skulle have til at forlænge den eksisterende aftale efter et dansk nej. Og selv om aftalen *formelt* måtte fortsætte, vil det *reelt* være op til ECB suverænt at afgøre, om en given intervention er en trussel mod prisstabiliteten i Euroland, og om kronekursen er i ligevægt eller ej. I betragtning af, at målsætningen om prisstabilitet er indskrevet i "grundloven" for ECB – som derfor næppe vil gå på kompromis med dette formål – er det overvejende sandsynligt, at Danmark kan komme til at stå alene, når det trækker op til valutarisk uvejr.

Det er ikke ukontroversielt at stille spørgsmålstejn ved, om ERM-II vil fortsætte efter et dansk nej til euroen. Forventningen er heller ikke, at der straks vil ske en formel ophævelse af aftalen, men at ECB snarere vil betjene sig af de muligheder, der ligger i "smuthullet". Dog skal man ikke udelukke, at ECB vælger at opsige aftalen. Nok er en enkeltstående aftale med et lille land som Danmark om at støtte kronen i krisesituationer ikke nogen trussel mod bankens primære målsætning, men troværdigheden af denne målsætning kan ikke tåle ret mange af den slags aftaler om "krisehjælp". Hvis en række EU-lande på samme tid oplever pres på deres valuta, kan et tilsagn fra ECB om at komme flere eller alle disse lande til undsætning godt komme i konflikt med bankens egentlige opgave, nemlig at sikre stabile priser i Euroland.

Pointen er, at en aftale med Danmark kan være præcedensskabende i forhold til en række potentielle ØMU-lande. I første omgang kunne det komme på tale med et ERM-II lignende arrangement for Sverige og Storbritannien, såfremt disse måtte ønske at tilslutte sig Euroland. Og senere kunne det blive relevant i forhold til ansøgerlande i Baltikum og Øst- og Centraleuropa. Det kan være vigtigt for ECB at statuere, at den ikke er indstillet på at indgå flere lignende aftaler, og en opsigelse af aftalen med Danmark kunne være en måde at lade dette komme til udtryk på. Endvidere må det politisk formodes at blive meget svært for ECB at opretholde en aftale med et land, som ved en folkeafstemning har frabedt sig at deltage i ØMU'en, mens man ikke kan tilbyde en lignende aftale til lande med en positiv indstilling til det monetære samarbejde i Europa.

### ***3. Er det vigtigt med opbakning fra ECB?***

Det kan være nyttigt at illustrere forskellen på, om et pres på den danske krone bliver imødegået med eller uden hjælp fra ECB. Vi kan forestille os, at der i markedet opstår en forventning om, at den danske krone vil blive devalueret i forhold til euroen. Teoretisk set burde dette komme til udtryk ved, at den danske rente overstiger renten i Euroland svarende til den forventede nedskrivning af kronen, dvs. devalueringsraten. Som aftalen mellem Nationalbanken og ECB er skruet sammen i dag, skal de to

centralbanker hjælpe hinanden med at imødegå presset mod kronen. I princippet sker dette i form af renteændringer og/eller intervention på valutamarkedet, hvor Nationalbanken og ECB sælger euro og køber danske kroner. Det er klart, at i Danmark bliver renten højere, og hvis der var tale om et ”sandt” gensidigt arrangement, skulle renten i Euroland falde. Derved ville begge centralbanker komme til at yde et bidrag til den nødvendige renteforskel mellem de to lande, så spekulationspresset ville tage af.

Hvis derimod ECB ikke ”hjælper” Danmark i en situation med pres på kronen, vil Danmark ensidigt skulle hæve renten svarende til den forventede devalueringsrate. Rentestigningen kan således nemt blive det dobbelte af, hvad der ville ske i tilfældet med gensidig intervention. ECB kan nemlig vælge slet ikke at foretage sig noget som helst! Eller den kan beslutte sig for efterfølgende at neutralisere den stigning i Eurolands pengemængde, som alt andet lige bliver resultatet, når ECB foretager støtteopkøb af kroner.

Nu er virkeligheden ikke sådan, at ECB sænker renten, hvis den danske krone kommer under pres. Dertil er styrkeforholdet mellem Danmark og Euroland trods alt for ulige. Men gennem ECB’s støtteopkøb - hvis betingelserne herfor er opfyldt – får Nationalbanken alligevel en betydelig hjælp til at sikre kronekursen. Det korte af det lange er, at uden denne støtte fra ECB kan Nationalbanken få store problemer med at forsvare kronen. Og under alle omstændigheder kan dette kræve meget store stigninger i den korte rente til skade for den økonomiske aktivitet i Danmark. Det kan således blive ”hård kost” at stå uden den opbakning fra ECB, som måske specielt et lille land som Danmark har brug for, hvis først valutaspekulanterne ”viser tænder”. Vi vender tilbage med en uddybning af de realøkonomiske konsekvenser af valutakriser i afsnit 5.

#### ***4. Er der risiko for spekulation mod kronen?***

Man kan spørge, om der overhovedet er risiko for, at kronen kommer under pres. Især blandt modstandere af ØMU’en er det en udbredt opfattelse, at der ikke er så meget at frygte. Typisk fremføres der to synspunkter. Det første består i en forestilling om, at



efter lidt tumult umiddelbart efter et nej vil tingene hurtigt rette sig op igen, og derefter vil alt være ved det gamle. Det andet synspunkt går på, at valutakriser ikke er ”irrationelle”, men tværtimod udtryk for en sund økonomisk reaktion på, at der er noget fundamentalt galt med økonomien. Derved bliver valutauro så at sige vendt til ”noget godt”. Som belæg for sidstnævnte synsvinkel fremhæves ofte episoderne fra starten af 1990’erne, hvor der opstod situationer med voldsomme valutaspekulationer. Det førte i 1992-93 som bekendt til, at EMS’en blev ændret: flere lande (herunder Storbritannien) forlod systemet, udsvingsbåndet blev udvidet markant, og pariteterne blev justeret.

Det er korrekt, at valutakrisen, som førte til EMS’ens nedbrud, havde rod i fundamentale forhold som den tyske genforening og derfor kunne ses som en nødvendig tilpasning efter længere tids valutauro. Det er også korrekt, at det ikke tjener noget fornuftigt formål at forsvare valutakurser, som er ude af trit med økonomiens sande tilstand, og at valutaspekulanter kan være nyttige til at gøre opmærksom på dette. Det er derimod ikke korrekt, at et pres på den danske krone *altid* skyldes fundamentale problemer med den danske økonomi. Valutakriser kan nemlig ”smitte”.<sup>2</sup> Udviklingen i sidste halvdel af 1990’erne har vist, at det ikke er så ligetil at håndtere et fastkurssystem. I 1998 – i forbindelse med kriserne i Asien og Rusland – var der således stor usikkerhed på valutamarkedene, og internationale investorer søgte at omlægge fra mindre til store valutaer, dvs. dollar og de europæiske valutaer som skulle indgå i euroen. I den forbindelse blev presset på kronen så stort, at massive støtteopkøb fra Nationalbanken måtte suppleres med betydelige renteforhøjelser.

Pointen er her, at presset på den danske krone skete, selv om den danske økonomi også på dette tidspunkt var i ganske god form. Man kan sige, at ”orden i økonomien” er en *nødvendig* betingelse for at undgå tilbagevendende valutakriser, men det er desværre ikke en *tilstrækkelig* betingelse. Betydningen af valutakursregimet skal ikke undervurderes, og denne betydning vil givetvis blive større i de kommende år som følge af stigende kapitalmobilitet. Den eksplosion i de internationale kapitalbevægelser, som vi har set i de senere år, vil formentlig fortsætte i kraft af

---

<sup>2</sup> Se fx Drazen (1999).

yderligere fremskridt inden for kommunikationsteknologien. Stigende kapitalmobilitet betyder, at den danske fastkurspolitik vil blive mere sårbar over for valutaspekulation.

Det bør også fremhæves, at et dansk nej til euroen godt kan blive udlagt som om, at Danmark ønsker at bryde med den stabilitetsorienterede makropolitik, som vi nu snart har ført i 20 år. Det er præcis denne form for økonomisk politik, som ØMU'en er udtryk for. Hvorfor skulle man bryde med den, medmindre formålet er at få mulighed for – eller måske endda et ønske om – at føre en anden økonomisk politik? Og *hvis* alternativet er en mindre stram økonomisk politik, vil valutaspekulanterne utvivlsomt ”lugte blod”, og Danmarks vilje til at føre fastkurspolitik vil blive afprøvet igen og igen. I den forbindelse kan man også spørge, om det trods alt ikke er værdifuldt at opretholde muligheden for at stabilisere virkningerne af et eventuelt asymmetrisk chok til dansk økonomi gennem ændringer i valutakursen. Mens dette er et kernepunkt i teorien om optimale valutaområder, går nyere overvejelser på, at valutakursen snarere end at virke som et stabiliseringspolitisk instrument måske mere er en kilde til chok og ustabilitet.<sup>3</sup> I så fald er politik-implikationen, at det gælder om at opgive den nationale valuta jo før jo bedre! En nyere empirisk vurdering af disse konkurrerende hypoteser når frem til, at det for Danmark klart vil være en fordel at opgive valutakursen og i stedet indføre euroen.<sup>4</sup>

### ***5. Har valutakriser realøkonomisk betydning?***

Er der grund til at bekymre sig så meget om valutakriser? Ændringer i renter og/eller valutakurser er trods alt udtryk for noget monetært – og betyder det noget for realøkonomien? Lad os diskutere denne problemstilling under to alternative antagelser:

Først vil vi antage, at valutakriser kommer til udtryk ved, at de økonomiske agenter bliver usikre på den fremtidige valutakurs. Hvis der forventes større variabilitet med hensyn til valutakursen, hvordan vil da realøkonomien reagere? Fx kunne man

---

<sup>3</sup> Buiter (1999).

<sup>4</sup> Artis og Ehrmann (2000).

forvente, at omfanget af udenrigshandelen ville falde, hvis usikkerheden om valutakursen blev større. Økonomer har imidlertid haft store problemer med at påvise en sådan negativ sammenhæng mellem graden af valutakursusikkerhed og omfanget af udenrigshandel. Dette skyldes formentlig, at der findes forsikringsordninger (fx terminsmarkeder), som man kan bruge til at gardere sig mod den form for usikkerhed. Alligevel skal man ikke undervurdere betydningen af valutakursusikkerhed for handel, produktion, beskæftigelse m.v. For det første er det ikke omkostningsfrit at gardere sig mod disse risici. For det andet - og nok så væsentligt - er det kun den kortsigtede risiko, man kan forsikre sig imod. Tilbage står en betydelig risiko for, at de mere langsigtede grænseoverskridende investeringer i Danmark vil blive påvirket i negativ retning af usikkerhed om den fremtidige kronekurs. Denne usikkerhed vil blive elimineret, hvis Danmark går med i euroen.

Dernæst vil vi i stedet antage, at der ikke opstår tvivl om den fremtidige valutakurs. Dette kunne fx skyldes en meddelelse fra regeringen og Nationalbanken om, at alle til rådighed værende midler vil blive sat ind på at forsvare kronen i krisesituationer. I princippet kan dette indebære trecifrede stigninger i den korte rente. Hvordan dette påvirker den realøkonomiske aktivitet, vil bl.a. afhænge af, om stigninger i den korte rente forplanter sig til den lange rente. De fleste økonomer er enige om, at i Danmark er den lange rente mere afgørende for den økonomiske aktivitet end den korte rente.<sup>5</sup> Derfor: desto mindre afsmitningen fra den korte til den lange rente er, desto mindre vil den realøkonomiske effekt af en stigning i den korte rente blive. Det forekommer imidlertid ikke realistisk at regne med, at udsving i den korte ikke har realøkonomisk betydning. Nok er størstedelen af de private ejerboliger finansieret med fastforrentede lån med lang løbetid, men i takt med udbredelsen af såkaldte flexlån m.v. vil udsving i den korte rente få voksende betydning for husholdningernes økonomiske dispositioner. Også en række erhvervslån har kort løbetid. Det er givet, at betydningen af udsving i den korte rente naturligvis vil afhænge af såvel varigheden som hyppigheden af valutakriser. I det omfang, at dansk enegang på den monetære område reelt er udtryk for en mere slap økonomisk politik, kan angreb på kronen blive tilbagevendende.

---

<sup>5</sup> Danmarks Nationalbank (1999, kap. 4).

Man må også regne med, at der i takt med den stigende integration i Europa – med eller uden dansk tilslutning til euroen – vil ske en stigende ”europæisering” af finansmarkederne. Derved vil den pengepolitiske transmissionsmekanisme i Danmark komme til at minde mere om den, man kender i andre europæiske lande, hvor den korte rente generelt vurderes at have større realøkonomisk betydning. I øvrigt er det vurderingen, at der allerede i dag ikke er så stor forskel på den pengepolitiske transmissionsmekanisme i Europa.<sup>6</sup>

Alt i alt må det være rimeligt at sige, at vi ikke har de mere præcise svar på, hvad en aggressiv anvendelse af renteinstrumentet for at forsvare kronekursen betyder for realøkonomien. Men der er ikke tvivl om, at en stigning i den korte rente har negative konsekvenser for økonomien, og at disse effekter potentielt kan være ganske store i sammenligning med en situation, hvor Danmark tilslutter sig euroen.

#### ***6. Er der alternativer til ØMU'en?***

Som bekendt er der i Danmark skabt en enestående høj grad af konsensus om værdien af fastkurspolitik. Og alt tyder på, at dette stadigvæk vil være tilfældet, selvom det skulle blive et nej til euroen. Spørgsmålet er, hvilken form for fastkurspolitik, der så vil blive ført. Der findes nemlig flere varianter af fastkurspolitik. Man kunne forestille sig, at den danske regering umiddelbart efter et nej til euroen meddelte, at den fremover ville stræbe efter at holde en fast kurs i forhold til euroen, at der ikke var truffet aftale med ECB om dennes støtte til arrangementet, og at pariteten i øvrigt ville blive ændret, hvis Danmark fik en anden økonomisk udvikling end Euroland. En sådan valutakurspolitik kunne siges at forene ønsket om at fortsætte fastkurspolitikken med et ønske om at opnå en mere selvstændig profil på det penge- og valutapolitiske område. Det sidstnævnte hensyn burde være en rimelig fortolkning af et nej til at indføre euroen.

På den anden side er det givet, at markedet ikke vil opfatte en sådan model som udtryk for en særlig stærk *commitment* til fastkurspolitik. Tilliden til den økonomiske

---

<sup>6</sup> Ramaswamy og Sløk (1998).

politik ville derfor næppe være stor, og risikoen for hyppige spekulative angreb ville næsten være indbygget i modellen. Hvis man derfor ønsker ikke blot at videreføre fastkurspolitikken, men også at bevare troværdigheden i den overordnede økonomiske politik, er det nødvendigt med mere fasthed.

På en skala fra ovennævnte ”bløde” arrangement hen imod en egentlig dansk tilslutning til ØMU’en er der en række muligheder. I betragtning af de forbehold, som man realistisk set må have med hensyn til at opnå ECB’s støtte til at sikre kronen i tilfælde af valutakriser, kan det være relevant at se nærmere på en model for et fremtidigt valutaarrangement mellem Danmark og Euroland, som dels sikrer en videreførelse af fastkurspolitikken selv uden opbakning fra ECB, og som dels indebærer, at den høje grad af troværdighed af den overordnede økonomiske politik i Danmark ikke sættes over styr.

På den baggrund synes en mulig løsning på fastkursproblematikken i Danmark at være et såkaldt ”currency board arrangement” (CBA).<sup>7</sup> Et CBA er den ”hårdeste” variant af et fastkurssystem og dermed det nærmeste, som man kommer en ØMU uden dog at indføre den fælles valuta. I grove træk kan et CBA beskrives på følgende måde. For det første er pengepolitikken underlagt hensynet til at sikre en fast valutakurs, fx et fast forhold mellem kroner og euro. I en række lande, som har indført et CBA, er dette bestemt ved lov! For det andet skal den indenlandske pengebase (dvs. seddel- og møntomløbet samt banksektorens indskud i centralbanken) være fuldt dækket af valutareserver.

Pengepolitikken under et CBA er således baseret på ret stive regler. Under en streng fortolkning af disse regler er det fx ikke tilladt gennem intervention på det indenlandske penge- og obligationsmarked at udjævne store udsving i den korte rente. Omvendt må rentespændet under normale forhold så forventes at blive meget lille, således at selv den korte rente vil svinge parallelt med renteutviklingen i ”ankerlandet”, dvs. Euroland. Hvis der alligevel skulle ske et spekulativt angreb på kronen – hvorved spekulanter erhverver udenlandsk valuta for kroner – vil der automatisk ske en indskrænkning af pengebasen i Danmark. Dette vil naturligvis sætte

---

<sup>7</sup> Se Balino og Enoch (1997), Batiz og Sy (2000), Mussa m.fl. (2000), Ghosh m.fl. (2000) og Bie og Hahnemann (2000).

den korte rente i vejret, og denne proces skal i princippet foregå, indtil der ikke er flere kroner i kassen, renten er (uendelig) høj, og det spekulative angreb taget af.

Som følge af det kraftige bånd på pengepolitikken, vil byrden i forbindelse med at stabilisere økonomien i kølvandet på et konjunkturtilbageslag derfor også under et CBA hvile på andre former for økonomisk politik, dvs. finans- og strukturpolitik. Kravene til fleksibilitet i anvendelsen af disse instrumenter er således mindst lige så store under et CBA som under ØMU'en. Derimod vil kravene til budgetdisciplin ikke være helt så skrappe som under ØMU'en, da man ikke vil være underlagt den såkaldte stabilitetspagt, dvs. kravet om at budgetunderskuddet højst må udgøre 3 pct. af BNP. På den anden side vil det heller ikke under et CBA være muligt at finansiere underskud på de offentlige finanser gennem træk på Nationalbanken.

Derudover stiller et CBA krav om et velfungerende finansielt system, fordi Nationalbanken ikke "må" tilføre banksektoren kredit under en evt. bankkrise, dvs. centralbankens traditionelle rolle som "lender of last resort" vil bortfalde. Dette vil muligvis ikke indebære noget større tab for Danmark. Men i praksis er det formentlig ikke realistisk, at Nationalbanken og det politiske system i en finansiell krisesituation vil opgive denne traditionelt vigtige rolle for en centralbank.

Fordelen ved at indføre et CBA er især, at det vil skabe en meget høj grad af troværdighed om fastkurspolitikken. Og det er præcis troværdigheden, der er på spil, hvis der vælges et "blødt" fastkursarrangement. Omvendt ligger det næsten i sagens natur, at hvis det kræver en lovændring at justere valutakursen, så vil det kun forekomme i ekstraordinære situationer. Derved vil det blive muligt at eliminere rentespændet til euro-renten på tværs af hele rentestrukturen, ligesom risikoen for spekulation mod kronen vil være begrænset til et absolut minimum.

I betragtning af, at fastkurspolitikken i Danmark nærmest har udviklet sig til et *mantra*, burde Danmark netop være et land, hvor denne form for valutaarrangement kunne komme på tale, hvis deltagelse i euroen bliver stemt ned ved folkeafstemningen. Og vel at mærke hvis troværdigheden i den økonomiske politik med deraf følgende lavt rentespænd og minimal risiko for valutakriser fortsat har høj prioritet.

Hvis arrangementet alligevel ikke bliver politisk relevant efter et nej til euroen, kan det skyldes, at båndet på pengepolitikken trods alt er for stramt. Derudover hører det med til historien, at et CBA normalt forbindes med transitionsøkonomier (Estland, Litauen og Bulgarien) og udviklingslande (Djibouti, Hong Kong og Argentina). Spørgsmålet er, om dette selskab er tilstrækkeligt attraktivt til, at Danmark vil bede om optagelse heri.

## **7. Sammenfatning**

Denne artikel har diskuteret nogle perspektiver for dansk valutakurspolitik, hvis Danmark vælger ikke at indføre euroen. Særlig vægt har der været lagt på at diskutere risikoen for spekulative angreb på kronen og de mulige realøkonomiske virkninger heraf. I den forbindelse spiller en række forhold ind:

- Vil ECB fortsætte ERM-II aftalen med Danmark?
- Vil der kun komme spekulative angreb på kronen, hvis der er fundamentale problemer med dansk økonomi?
- Vil valutamarkedet fortolke et nej til euroen som ensbetydende med, at der vil blive ført en mere slap økonomisk politik i Danmark?
- Kan Nationalbanken sikre fastkurspolitikken ved at styre den korte rente? Og i hvilket omfang vil udsving i den korte rente forplante sig til den lange rente?
- Har også udsving i den korte rente realøkonomisk betydning?
- Hvor hyppige vil spekulative angreb på kronen være? Og hvor langvarige vil de i givet fald være?

Svarene på disse spørgsmål kender vi desværre ikke. Men det vurderes, at selvom ERM-II formelt måtte fortsætte i tilfælde af et nej til euroen, så kan hjælpen fra ECB til at forsvare kronen i krisesituationer ikke tages for givet. Risikoen for spekulation mod kronen er derfor betydelig, også selv om de fundamentale forhold i dansk økonomi er i orden. Og denne risiko vil blive endnu større, hvis markedet fortolker et dansk nej som indgangen til en periode med en slappere økonomisk politik.

Hvis faste valutakurser fortsat er et højt prioriteret mål for pengepolitikken i Danmark, og hvis man ønsker at dæmpe risikoen for valutauro, kan et muligt alternativ til ERM-II være at indføre et såkaldt "currency board". Dette bygger imidlertid på meget stive pengepolitiske regler, ligesom det mest forbindes med lande på et helt andet udviklingstrin end Danmark. Derfor følger der måske en vis form for *stigmatisering* med, hvis et currency board blev indført i Danmark.

Det mest oplagte alternativ forekommer at være en fuldstændig opgivelse af fastkurspolitikken og i stedet tilrettelægge pengepolitikken efter et inflationsmål på samme måde, som Sverige og Storbritannien med succes har gjort i en årrække. Hovedsynspunktet i artiklen er dog, at Danmark bør tilslutte sig euroen. Dette vil ikke blot yde fuld beskyttelse mod valutaspekulation, men også byde på en række andre fordele for dansk økonomi.

### ***Referencer***

Artis, M.J. og M. Ehrmann [2000], "The Exchange Rate – A Shock-Absorber or Source of Shocks? A Study of Four Open Economies", Working Paper, Department of Economics, European University Institute, Florence.

Balino, T. og C. Enoch [1997], "Currency Board Arrangements: Issues and Experiences", *IMF Occasional Paper*, No. 151.

Batiz, L. og A. Sy [2000], "Currency Boards, Credibility and Macroeconomic Behavior", IMF Working Paper 00-97.

Bie, U. og N.P. Hahnemann [2000], "Currency boards", *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, pp. 85-102.

Buiter, W. [1999], "Optimal Currency Areas: Why Does the Exchange Rate Regime Matter?", Scottish Economic Society Annual Lecture.

Corsetti, G. og P. Pesenti [1999], "Stability, Asymmetry, and Discontinuity: The Launch of the European Monetary Union", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, pp. 295-372.

Danmarks Nationalbank [1999], *Pengepolitik i Danmark* (København: Danmarks Nationalbank).

Det Økonomiske Råd [2000], "ØMU'en: Dansk valutapolitik ved en skillevej", i *Dansk Økonomi*, forår 2000.



Drazen, A. [1999], "Political Contagion in Currency Crises", NBER Working Paper No. 7211.

Ghosh, A. R., A.M. Gulde og H. Wolf [2000], "Currency Boards: More than a Quick Fix?", *Economic Policy* (to appear).

Hoffmeyer, E., J. Jespersen, C. Sørensen og C. Vastrup [2000], *Danmark og ØMU'en – Økonomiske Aspekter* (Aarhus: Systime).

Mussa, M., P. Masson, A. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro og A. Berg [2000], *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy* (Washington: International Monetary Fund).

Ramaswamy, R. og T. Sløk [1998], "The Real Effects of Monetary Policy in the European Union: What Are the Differences?", *IMF Staff Papers* 45 (2), pp. 374-402.

Økonoministeriet og Finansministeriet [2000], *Danmark og euroen - konsekvenser ved forskellig tilknytning til eurosamarbejdet* (København: Regeringen).